

## 深信服 (300454)

## 疫情影响消除加上转型调整收效，营收高增且亏损收窄

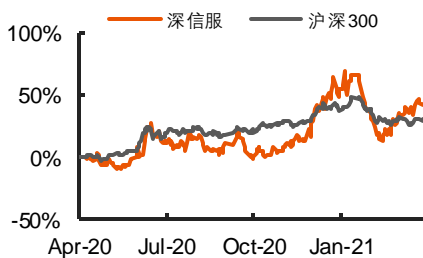
## 推荐 (维持)

现价: 273.32 元

## 主要数据

|               |                    |
|---------------|--------------------|
| 行业            | 计算机                |
| 公司网址          | www.sangfor.com.cn |
| 大股东/持股        | 何朝曦/20.36%         |
| 实际控制人         | 何朝曦、熊武、冯毅          |
| 总股本(百万股)      | 414                |
| 流通 A 股(百万股)   | 214                |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                  |
| 总市值 (亿元)      | 1,131.02           |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 584.03             |
| 每股净资产(元)      | 15.78              |
| 资产负债率(%)      | 29.3               |

## 行情走势图



## 证券分析师

**付强** 投资咨询资格编号  
S1060520070001  
fuqiang021@pingan.com.cn

**闫磊** 投资咨询资格编号  
S1060517070006  
010-56800140  
yanlei511@pingan.com.cn



## 投资要点

## 事项：公司发布 2021 年 1 季度报

1季度，公司实现营业收入10.92亿元，同比增长79.37%；净亏损为9607.57万元，上年同期净亏损1.94亿元，亏损收窄明显。

## 平安观点：

- **1 季度收入实现高速增长，费用控制效果明显亏损收窄：**2020 年，由于受到疫情的影响，公司销售和服务都受到了严重冲击。尤其是在疫情最为严重的 1 季度，公司销售收入曾出现下降，亏损也较 2019 年同期明显扩大。2021 年 1 季度，疫情的负面因素消除，公司此前的转型调整和资源积累也起到了积极效果，收入实现高速增长，亏损也较上年大幅收窄。除了收入端的高增长之外，期间费用的有效控制也是亏损收窄的重要原因。2021 年 1 季度，销售费用、管理费用和研发费用分别较上年增长 39.83%、43.55%和 55.98%，由于主要是人员支出，存在较大的刚性，各项增速均不低，但还是显著低于收入增速。
- **公司顺应数字化和云化大潮，持续对业务进行整合和完善：**公司自上市以来，在网络安全、云计算市场上持续开拓，竞争力不断增强。近两年，公司为了适应数字化、云化的需要，把产品和服务架构做了大规模的调整，形成了智安全、云计算和新 IT 三个板块，一个综合 IT 公司的业务能力开始具备。其中，云计算和新 IT 是基础，提供计算、存储和网络能力；安全则是为 IT 设施保驾护航，云安全和数据安全都在发力。2020 年以来，公司对云计算产品架构做了大幅度调整，推出了信服云品牌，将单一超融合产品销售模式转到提供从底层到 PaaS 的平台能力，同时做了基于 ARM 架构的云计算产品适配工作，未来在信创市场上能够有一席之地。2020 年，公司还通过启动增发，对云和安全等重点方向加大投入。同时，公司在现有渠道体系的基础上，加大了对行业客户的拓展力度，为公司持续做大在探索道路。

|           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4590  | 5458  | 7319  | 9389  | 11758 |
| YoY (%)   | 42.3  | 18.9  | 34.1  | 28.3  | 25.2  |
| 净利润(百万元)  | 759   | 809   | 1030  | 1342  | 1658  |
| YoY (%)   | 25.8  | 6.7   | 27.2  | 30.3  | 23.6  |
| 毛利率(%)    | 72.2  | 70.0  | 69.5  | 68.6  | 67.5  |
| 净利率(%)    | 16.5  | 14.8  | 14.1  | 14.3  | 14.1  |
| ROE(%)    | 17.6  | 12.4  | 13.8  | 15.3  | 16.0  |
| EPS(摊薄/元) | 1.83  | 1.96  | 2.49  | 3.24  | 4.01  |
| P/E(倍)    | 149.0 | 139.7 | 109.8 | 84.3  | 68.2  |
| P/B(倍)    | 26.2  | 17.4  | 15.2  | 12.9  | 10.9  |

- **数字经济发展提速，为公司长远发展带来机遇：**疫情以来，线上经济快速发展，各行业均在思考数字化转型，而公司所提供的产品和服务就是为了解决各类企业数字化转型过程中面临的痛点和难点，让 IT 变得更简单。公司的信服云和新 IT，可以为客户提供云基础设施建设、托管以及多云管理等服务，能够满足客户不同阶段数据中心建设管理的 IT 需求。公司防火墙、云安全、终端安全以及身份认证等产品，将为客户提供从端到云的全方位安全防护支持。未来随着客户 IT 投入的加大，公司各条线业务均将受益，公司收入也将保持在平稳较快的通道。
- **投资建议：**结合公司 2020 年报、2021 年 1 季度最新情况以及我们对行业发展趋势的判断，我们调整了公司的盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 10.30 亿元（原为 10.49 亿元）、13.42 亿元（原为 13.72 亿元）和 16.58 亿元（新增），对应 EPS 分别为 2.49 元、3.24 元和 4.01 元，对应 4 月 28 日 PE 分别为 109.8X、84.3X 和 68.2X。公司作为网络安全和私有云解决方案的龙头企业，盈利增速虽有波动，但我们坚定看好其所在的数字化赛道以及其战略调整方向。相比盈利，建议投资者可更加关注公司的营收增长，我们坚定看好公司中长期发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险。公司所处的网络安全、云计算板块，是国家重点鼓励发展的领域，市场需求增长确定性较高，竞争对手可能增多，公司整体毛利率可能出现下滑。（2）网络安全和云计算等行业增长不及预期。公司是国内网络安全龙头企业，同时也是云计算解决方案的主要提供商之一，其收入增长与行业发展趋势密切相关。如果网络安全、云计算行业增速低于预期，则公司相关业务发展将受到显著影响。（3）研发投入不能带来收入和盈利增长的风险。公司研发投入金额和强度在行业内都处于领先地位，但是如果研发方向选择失误或者进度不及预期，可能会给公司收入和盈利的增长带来不利影响。

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 5247  | 7503  | 8595  | 11772 |
| 现金               | 589   | 2451  | 3350  | 6033  |
| 应收票据及应收账款        | 500   | 720   | 845   | 1115  |
| 其他应收款            | 88    | 81    | 136   | 135   |
| 预付账款             | 39    | 62    | 68    | 94    |
| 存货               | 180   | 340   | 345   | 543   |
| 其他流动资产           | 3851  | 3851  | 3851  | 3851  |
| <b>非流动资产</b>     | 4409  | 4450  | 4477  | 4512  |
| 长期投资             | 30    | 30    | 31    | 32    |
| 固定资产             | 281   | 308   | 314   | 301   |
| 无形资产             | 293   | 327   | 367   | 414   |
| 其他非流动资产          | 3805  | 3785  | 3765  | 3764  |
| <b>资产总计</b>      | 9656  | 11953 | 13072 | 16283 |
| <b>流动负债</b>      | 2926  | 4279  | 4114  | 5739  |
| 短期借款             | 322   | 322   | 322   | 322   |
| 应付票据及应付账款        | 439   | 673   | 793   | 1109  |
| 其他流动负债           | 2165  | 3284  | 2999  | 4308  |
| <b>非流动负债</b>     | 219   | 217   | 215   | 213   |
| 长期借款             | 10    | 8     | 6     | 4     |
| 其他非流动负债          | 209   | 209   | 209   | 209   |
| <b>负债合计</b>      | 3145  | 4496  | 4329  | 5952  |
| 少数股东权益           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本               | 414   | 414   | 414   | 414   |
| 资本公积             | 3725  | 3725  | 3725  | 3725  |
| 留存收益             | 2576  | 3527  | 4741  | 6243  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 6511  | 7458  | 8743  | 10331 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 9656  | 11953 | 13072 | 16283 |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1318  | 1903  | 845   | 2552  |
| 净利润            | 809   | 1030  | 1342  | 1658  |
| 折旧摊销           | 152   | 132   | 171   | 195   |
| 财务费用           | -137  | -173  | -259  | -375  |
| 投资损失           | -24   | -20   | -23   | -24   |
| 营运资金变动         | 325   | 956   | -357  | 1132  |
| 其他经营现金流        | 192   | -22   | -28   | -34   |
| <b>投资活动现金流</b> | -2179 | -132  | -147  | -172  |
| 资本支出           | 229   | 41    | 26    | 34    |
| 长期投资           | -2019 | -1    | -1    | -1    |
| 其他投资现金流        | -3969 | -92   | -122  | -139  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1127  | 90    | 201   | 303   |
| 短期借款           | 322   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 10    | -2    | -2    | -2    |
| 普通股增加          | 5     | -0    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1298  | -0    | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -508  | 92    | 203   | 305   |
| <b>现金净增加额</b>  | 264   | 1862  | 900   | 2683  |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5458  | 7319  | 9389  | 11758 |
| 营业成本            | 1638  | 2235  | 2946  | 3823  |
| 营业税金及附加         | 63    | 93    | 116   | 142   |
| 营业费用            | 1811  | 2342  | 2958  | 3645  |
| 管理费用            | 272   | 315   | 394   | 482   |
| 研发费用            | 1509  | 1793  | 2253  | 2763  |
| 财务费用            | -137  | -173  | -259  | -375  |
| 资产减值损失          | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 368   | 300   | 319   | 326   |
| 公允价值变动收益        | 80    | 22    | 28    | 34    |
| 投资净收益           | 24    | 20    | 23    | 24    |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 761   | 1056  | 1350  | 1662  |
| 营业外收入           | 10    | 7     | 7     | 7     |
| 营业外支出           | 5     | 3     | 3     | 4     |
| <b>利润总额</b>     | 766   | 1060  | 1354  | 1666  |
| 所得税             | -44   | 30    | 12    | 8     |
| <b>净利润</b>      | 809   | 1030  | 1342  | 1658  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 809   | 1030  | 1342  | 1658  |
| EBITDA          | 920   | 1166  | 1457  | 1740  |
| EPS(元)          | 1.96  | 2.49  | 3.24  | 4.01  |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 营业收入(%)        | 18.9  | 34.1  | 28.3  | 25.2  |
| 营业利润(%)        | -3.6  | 38.8  | 27.9  | 23.1  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 6.7   | 27.2  | 30.3  | 23.6  |
| <b>获利能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 毛利率(%)         | 70.0  | 69.5  | 68.6  | 67.5  |
| 净利率(%)         | 14.8  | 14.1  | 14.3  | 14.1  |
| ROE(%)         | 12.4  | 13.8  | 15.3  | 16.0  |
| ROIC(%)        | 11.5  | 12.6  | 13.7  | 14.1  |
| <b>偿债能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 资产负债率(%)       | 32.6  | 37.6  | 33.1  | 36.6  |
| 净负债比率(%)       | -0.8  | -25.7 | -32.2 | -53.2 |
| 流动比率           | 1.8   | 1.8   | 2.1   | 2.1   |
| 速动比率           | 1.1   | 1.2   | 1.5   | 1.6   |
| <b>营运能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转率        | 12.0  | 12.0  | 12.0  | 12.0  |
| 应付账款周转率        | 4.0   | 4.0   | 4.0   | 4.0   |
| <b>每股指标(元)</b> | -     | -     | -     | -     |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.96  | 2.49  | 3.24  | 4.01  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -2.19 | 4.60  | 2.04  | 6.17  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 15.73 | 18.02 | 21.13 | 24.97 |
| <b>估值比率</b>    | -     | -     | -     | -     |
| P/E            | 139.7 | 109.8 | 84.3  | 68.2  |
| P/B            | 17.4  | 15.2  | 12.9  | 10.9  |
| EV/EBITDA      | 120.8 | 93.8  | 74.4  | 60.8  |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033